

强烈推荐-A (维持)**大同煤业**601001.SH

目标估值: 元

当前股价: 25.32 元

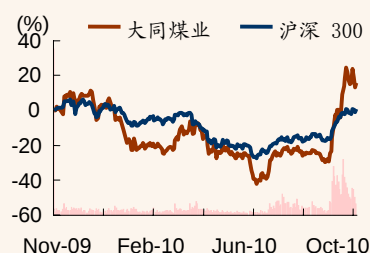
2010 年 11 月 4 日

关注开采条件变化、资产注入进展、合同煤价谈判**基础数据**

上证综指	3087
总股本(万股)	167370
已上市流通股(万股)	167370
总市值(亿元)	423
流通市值(亿元)	423
每股净资产(MRQ)	5.4
ROE(TTM)	13.9
资产负债率	26.0%
主要股东	大同煤矿集团公司
主要股东持股比例	30.2%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	51	36	17
相对表现	34	25	17

**相关报告**

1、《大同煤业调研报告—煤价上涨支撑业绩，注入预期提升估值》
2009/4/1

卢平

010-57601856
luping@cmschina.com.cn
S1090208050203

王培培

010-57601857
wangpp@cmschina.com.cn
S1090210030002

受开采条件变化，大同煤业 10 年业绩下滑，目前估值偏贵，但具有四大概念：地质条件处于最差情况、合同煤价上涨预期，资产注入预期、塔山煤价与母公司煤价接轨预期，未来业绩具有较好的正弹性，维持强烈推荐投资评级。

- **煤炭产量稳步增长。**我们预计公司 10-13 年煤炭产量分别为 3300 万吨、3360 万吨、3790 万吨和 4540 万吨，同比分别增长 28%、2%、13%和 20%。**11-13 年三年总产量复合增速 11%。**公司 10-13 年煤炭权益产量分别为 2320 万吨、2368 万吨 2640 万吨和 3022 万吨，同比分别增长 29%、2%、11%和 14%。**11-13 年三年权益产量复合增速 9%；**
- **10 年业绩低点、关注开采条件变化。**上半年母公司煤炭销售成本增加 85 元/吨，增幅 33%。按产量计算的吨煤净利较同比下降 47 元/吨，降幅 45%。成本增加的主要原因是开采条件的地质变化，导致人工和材料投入大幅度增加。地质条件变化是短期还是趋势，成为未来业绩变化的重要因素之一，建议投资者密切关注未来开采条件变化而带来的正业绩弹性。
- **关注年底煤价谈判：**公司煤价与现货存在较高的价差，11 年存在较为强烈的涨价预期，预期涨价可能在 30-50 元/吨，如是则提升每股收益大约 0.28 元。另外，母公司煤质与塔山洗选后的煤质相当，但实际销售价格差距较大，10 年上半年塔山矿的煤价为 412 元/吨，低于母公司煤价 76 元/吨。塔山矿的煤价与母公司煤价有接轨趋势。
- **承诺 2014 年前注入全部煤矿，集团 2 亿吨规划提供想象空间：**IPO 时，同煤集团承诺 2014 年前将集团全部煤炭优质资产注入到上市公司。同煤集团未来规划产能达 2 亿吨（届时股份公司 4540 万吨），拥有资源储量 309 亿吨，可采储量 173 亿吨。为上市公司资产注入提供了较大的想象空间。
- **维持“强烈推荐-A”投资评级：**公司是 10 年中业绩唯一下滑的煤炭上市公司，目前股价下公司估值偏贵。但是，公司具有四大较好的预期：地质条件处于最差情况可能向好变化预期、合同煤价上涨预期，资产注入预期、塔山煤价与母公司煤价接轨预期。未来业绩具有较好的正弹性，维持强烈推荐投资评级。
- **风险提示：**资产注入进度低于预期。宏观调控政策面临不确定性。

财务数据与估值

会计年度	2008	2009	2010E	2011E	2012E
主营收入(百万元)	8395	9495	12021	12208	13808
同比增长	64%	13%	27%	2%	13%
营业利润(百万元)	3625	2695	2586	2641	3178
同比增长	202%	-26%	-4%	2%	20%
净利润(百万元)	2010	1491	1292	1325	1562
同比增长	171%	-26%	-13%	3%	18%
每股收益(元)	2.40	1.78	0.77	0.79	0.93
PE	10.5	14.2	32.8	32.0	27.1
PB	3.3	2.6	4.6	4.1	3.7

资料来源：招商证券

正文目录

一、煤炭产量稳步增长	4
1、塔山矿投产是前几年煤炭产量增长的主要源泉	4
2、内蒙煤矿投产、塔山矿扩能、收购集团煤矿推动未来产量增长	4
二、10 年业绩低点、关注开采条件变化	6
1、母公司业务：成本增加导致盈利能力大幅下降	6
2、塔山矿业务：吨煤净利稳定，价格是重要关注变量	7
三、资产注入推动公司跳跃式增长	9
1、集团承诺 2014 年前注入全部煤矿	9
2、同煤集团 2 亿吨规划提供较大的想象空间	10
3、集团注入障碍逐步解决中	11
四、电煤价格上涨存在强烈预期	12
1、较高的合同与现货价差将推动电煤价格上涨	12
2、涨价业绩测算	12
五、盈利预测及投资评级	13
1、盈利预测	13
2、投资评级	13

图表目录

表 1：公司历年煤炭产量	4
表 2：公司煤炭产量预测	5
表 3：母公司和塔山利润贡献分拆	6
表 4：母公司产销量、价格成本和吨煤净利	7
表 5：公司合同煤价格签订情况	7
表 6：母公司原煤开采成本测算	7
表 7：塔山产销量、价格成本和吨煤净利	8
表 8：母公司煤价与塔山煤价比较	8
表 9：集团煤炭产能规划 2 亿吨	10
表 10：同煤集团在建及筹建矿井	10
表 11：集团与上市公司产量比	11
表 12：信达占同煤集团股权比例 30.12%	11
表 13：公司盈利预测假设	13
表 14：煤炭上市公司估值对比表	14
 图 1：煤炭产量及复合增速	 4
图 2：煤炭权益产量及复合增速	4
图 3：大同煤业车板价与现货价差	12

图 4: 大同煤业下水煤与秦皇岛现货价差.....	12
图 5: 大同煤业历史 P/EBand.....	14
图 6: 大同煤业历史 P/BBand.....	14
附: 财务预测表	15

一、煤炭产量稳步增长

1、塔山矿投产是前几年煤炭产量增长的主要源泉

公司在产煤矿主要是本部的四个煤矿，以及控股的塔山煤矿。

本部四个煤矿受地质条件制约，实际产量从 11 年的 1105 万吨下降至 09 年的 994 万吨，目前产量大约维持在 900 万吨左右（10 年上半年产量 443 万吨）。

塔山煤矿的建成投产是公司前几年产量增长的主要源泉。持股 51% 的塔山矿 06 年建成投产后，产量从 06 年的 330 万吨迅速增加到 09 年的 1585 万吨（10 年上半年产量 1133 万吨）。

表1：公司历年煤炭产量

单位：万吨	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	201006	同比增长
产量合计	1105	1086	1018	1326	1747	2026	2579	1576	23%
1、本部四个煤矿产量	1105	1086	1018	996	965	1001	994	443	-10%
2、塔山产量（51%）				330	782	1025	1585	1133	44%

资料来源：公司公告，招商整理

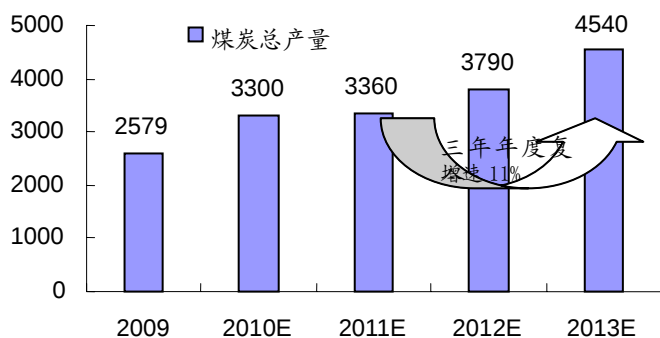
2、内蒙煤矿投产、塔山矿扩能、收购集团煤矿推动未来产量增长

我们预计公司 10-13 年煤炭产量分别为 3300 万吨、3360 万吨、3790 万吨和 4540 万吨，同比分别增长 28%、2%、13%和 20%。**11-13 年三年总产量复合增速 11%。**

我们预计公司 10-13 年煤炭权益产量分别为 2320 万吨、2368 万吨 2640 万吨和 3022 万吨，同比分别增长 29%、2%、11%和 14%。**11-13 年三年权益产量复合增速 9%。**

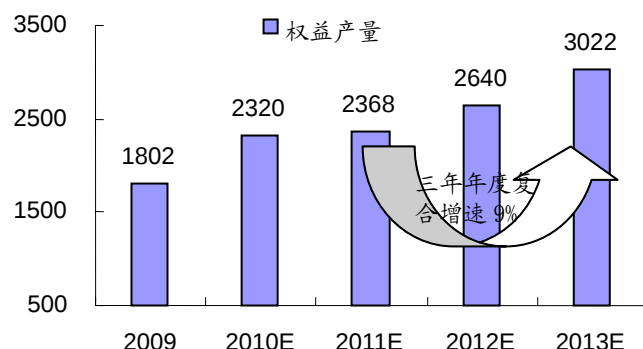
- 本部四个煤矿产能 1100 万吨，实际产量大约稳定在 900 万吨左右。
- 塔山矿（51%）设计产能 1500 万吨，经过技改目前已至 2000 万吨，10 年塔山矿煤炭产量预计为 2000 万吨，未来还将继续扩产至 2500 万吨。
- 内蒙古整合的三个煤矿：华富（80%）、召富（80%）、色连矿（51%）建设进度低于预期，预计将于 11 年后逐步投产。
- 最近 21.8 亿元收购集团的燕子山矿核定产能 480 万吨，预计年产量大约 400 万吨。

图 1：煤炭产量及复合增速



资料来源：招商证券研发中心

图 2：煤炭权益产量及复合增速



资料来源：招商证券研发中心

表2：公司煤炭产量预测

单位：万吨	可采储量	核定产能	2008	2009	2010E	2011E	2012E	2013E
煤峪口矿	7244	250	200	200	200	200	200	200
同家梁矿	7466	300	300	294	250	250	250	250
四老沟矿	9781	320	300	300	250	250	250	250
忻州窑矿	7356	230	201	200	200	200	200	200
小计	31847	1100	1001	994	900	900	900	900
塔山矿（51%）	63000	1500	1025	1585	2000	2000	2000	2500
华富露天煤矿（80%）	8803	120					120	120
召富露天煤矿（80%）	4660	120				60	120	120
鄂尔多斯色连矿（51%）	45600	500					250	500
燕子山煤矿	13620	480			400	400	400	400
总量合计	167530	3820	2026	2579	3300	3360	3790	4540
总量增速				27%	28%	2%	13%	20%
权益量合计	111623	2792	1524	1802	2320	2368	2640	3022
权益量增速				18%	29%	2%	11%	14%

资料来源：公司公告，招商整理

二、10 年业绩低点、关注开采条件变化

公司煤炭业务主要分为两大部分，母公司四个煤矿和塔山矿（51%），我们通过分拆报表分析两部分的盈利情况，以便更好的预测公司未来的业绩。

从下表可以看出，

- 09 年前，母公司对业绩贡献占比大至在 60%以上，而 10 年母公司业绩占比大幅度下降。
- 母公司的业绩 10 年下滑较多，前三季度贡献 EPS 为 0.18 元，同比下降 58%。
- 随着产量的提升，塔山对公司的利润贡献占比大幅度提高，10 年前三季度贡献 EPS 为 0.32 元/股，同比增长 49%。占比为 64%。

表3：母公司和塔山利润贡献分拆

	2006	2007	2008	2009H1	2009Q3	2009	2010H1	2010Q3	同比增长
母公司净利润(万元)	45591	41080	97919	51503	70858	98469	25511	29834	-58%
塔山贡献净利润(万元)	3569	16950	48025	21540	36033	52973	38489	53612	49%
总股本(万)	167370	167370	167370	167370	167370	167370	167370	167370	0%
母公司每股收益(元/股)	0.27	0.25	0.59	0.31	0.42	0.59	0.15	0.18	-58%
塔山贡献每股收益(元/股)	0.02	0.10	0.29	0.13	0.22	0.32	0.23	0.32	49%
母公司每股收益占比	93%	71%	67%	71%	66%	65%	40%	36%	-46%
塔山每股收益占比	7%	29%	33%	29%	34%	35%	60%	64%	30%

资料来源：公司公告，招商整理

1、母公司业务：成本增加导致盈利能力大幅下降

我们用母公司报表（扣除投资收益）代表母公司的四个煤矿的盈利情况（可能有小的出入，不过差距不大）。母公司 10 年业绩下降较多，主要是成本的大幅度增加。

成本增加导致盈利能力大幅下降

母公司 10 年煤价小幅提升 2%（可能是直达煤和下水煤销售结构调整导致综合价格上涨幅度低于合同煤价格涨幅）。

成本大幅度上涨。10 年上半年母公司煤炭销售成本为 328 元/吨，同比增加 85 元/吨，增幅 33%。

吨煤毛利为 160 元/吨，同比下降 31%，毛利率从去年同期的 49%下降为 33%。

按产量计算的吨煤净利下降为 58 元/吨，较 09 年中期的 105 元/吨下降 47 元/吨，降幅 45%。

成本增加的主要原因是开采条件的地质变化，人工和材料投入大幅度增加。我们测算原煤开采成本中，人工工资达到 141 元/吨，同比增加 51 元/吨，增幅 53%，原材料为 40 元/吨，同比增加 9 元/吨，增幅 28%。

表4：母公司产销量、价格成本和吨煤净利

单位：万吨	2006	2007	2008	2009H1	2009	2010H1	同比增长
母公司产量（万吨）	996	965	1001	490	994	443	-10%
母公司销量（万吨）	968	965	976	496	1013	404	-19%
煤价（元/吨）	313	316	456	479	481	488	2%
成本（元/吨）	170	179	251	246	263	328	33%
毛利（元/吨）	143	137	205	233	218	160	-31%
毛利率	46%	43%	45%	49%	45%	33%	-33%
按产量计算吨煤净利（元/吨）	46	43	128	105	99	58	-45%
按销量计算吨煤净利（元/吨）	47	43	132	104	97	63	-39%

资料来源：公司公告，招商整理

表5：公司合同煤价格签订情况

单位：元/吨	2008	2009	2010	同比增长
直达含税价格	347	500	520	4%
下水含税价格	468	550	595	8%

资料来源：招商整理

表6：母公司原煤开采成本测算

单位：元/吨	2007	2008	2009Q6	2009	2010Q6	同比增长
人工工资	83	108	92	106	141	53%
折旧	14	14	14	15	15	7%
原材料	24	33	31	34	40	28%
电力	9	9	12	12	12	0%
维简费	8.5	8.5	8.5	8.5	8.5	0%
安全费用	15	30	30	30	30	0%
可持续发展基金	12	14	14	14	14	0%
环保基金	2.5	10	10	10	10	0%
转产基金	1.3	5	5	5	5	0%
其他	10	13	18	16	24	33%
原煤开采成本合计	179	245	234	250	299	22%
换算成销售成本	196	251	247	263	328	33%
母公司实际销售成本	195	251	246	263	328	34%

资料来源：招商整理

未来开采条件变化是关注重点

公司是 10 年煤炭上市公司唯一业绩下滑的公司。地质条件变化是主要因素，而这种因素的变化是短期的还是趋势性的成为未来业绩变化的重要因素。不过目前基本判断 10 年是成本大幅度上升导致的业绩低点。

建议投资者密切关注开采条件变化而带来的正业绩弹性。

2、塔山矿业务：吨煤净利稳定，价格是重要关注变量

塔山矿的业绩基本在预期之中，成本变化不大，在产量和价格的双重推动下，10 年业绩有了较大幅度的提升，按原煤计算的吨煤净利从 09 年中期的 54 元/吨提高和 67 元/吨。我们判断，在煤价稳定的情况下，吨煤净利可能稳定在 70 元/吨左右。

母公司煤质与塔山洗选后的煤质相差不大，但是实际销售价格差距较大，08 年塔山矿的煤价高于母公司煤价 58 元/吨，而其他时间则是远远低于母公司煤价，10 年上半年塔山矿的煤价为 412 元/吨，低于母公司煤价 76 元/吨。

11 年的煤价谈判即将开始，建议投资者密切关注塔山矿的煤价与母公司煤价接轨情况。

表7：塔山产销量、价格成本和吨煤净利

	2006	2007	2008	2009H1	2009	2010H1	同比增长
塔山产量（万吨）	330	782	1025	789	1585	1133	44%
塔山销量（万吨）	280	642	755	558	1164	749	34%
煤价（元/吨）	237	276	514	379	390	412	9%
成本（元/吨）	85	86	207	170	163	165	-3%
毛利（元/吨）	152	190	307	209	227	247	18%
毛利率	64%	69%	60%	55%	58%	60%	9%
按产量计算吨煤净利（元/吨）	21	43	92	54	66	67	24%
按销量计算吨煤净利（元/吨）	25	52	125	76	89	101	33%

资料来源：公司公告，招商整理

表8：母公司煤价与塔山煤价比较

单位：元/吨	2006	2007	2008	2009H1	2009	2010H1
母公司煤价	313	316	456	479	481	488
塔山煤价	237	276	514	379	390	412
母公司煤价-塔山煤价	76	40	-58	100	91	76

资料来源：公司公告，招商整理

三、资产注入推动公司跳跃式增长

1、集团承诺 2014 年前注入全部煤矿

为了避免公司与同煤集团之间可能存在的竞争与利益冲突，IPO 时，同煤集团做出了一系列承诺，主要内容就是 2014 年将集团全部煤炭优质资产注入到上市公司。

➤ 避免利益冲突的承诺

同煤集团承诺：除非经公司书面同意，不会而且将促使其下属公司不会在中华人民共和国境内以任何形式直接或间接地进行或参与任何可能与公司构成竞争的业务。

如果同煤集团有任何同公司或其下属公司经营业务相同或类似并可能构成竞争的业务机会，应立即以书面形式通知公司，并在上述通知发出后 30 日内，尽力促使该业务机会按公司或其下属公司董事会能合理接受的条款和条件首先提供给公司或其下属单位。

➤ 通过收购或其它合法有效方式，逐步将同煤集团现有全部优质煤炭业务和资产纳入公司

随着企业办社会问题的逐步解决，按照山西省政府和同煤集团的发展战略，同煤集团将把全部优质煤炭资产逐步纳入公司。

2004 年 5 月 21 日公司与同煤集团达成了有关协议，大同煤业及同煤集团将根据自身的资金实力、发展需求和市场时机，利用多种持续融资手段，采取大同煤业主动收购或其它合法有效方式，逐步将同煤集团全部煤炭生产经营性优质资产投入大同煤业，本次发行上市五至十年内（不迟于 2014 年）使大同煤业成为同煤集团下属企业中唯一经营煤炭采选业务的经营主体。

➤ 公司对同煤集团将所属云岗沟各矿、精煤公司资产及轩岗煤电委托管理，并享有对受托资产及股权不可撤销的选购权。

2003 年 8 月 22 日，公司和同煤集团签订了《资产委托经营协议》、《股权委托管理协议》，双方约定：同煤集团将其拥有的云岗沟各矿的资产及精煤公司煤炭销售业务、轩岗煤电 52.44% 的股权等委托予公司经营。公司对委托资产享有独立的经营管理权，包括但不限于对人员、财务、物资、采购、生产、材料供应、产品销售各个系统的管理。

公司对受托资产及股权享有不可撤销的选购权。选购权的价格根据独立的有资格的资产评估机构的评估价格确定。在 2008 年 6 月 30 日委托期限届满之前，公司享有独家选购权。

委托期限届满后，如果公司未行使选购权，则无须同煤集团同意可依照协议中原定条款继续经营管理委托资产及股权，直至行使选购权或同煤集团将委托资产及股权转让至独立第三方。

公司在其继续经营管理委托资产及股权的时间内仍可行使选购权。但在 2008 年 6 月 30 日之后，同煤集团有权将委托资产及股权转让至独立第三方，在同等条件下，公司有优先选购权。

➤ 同煤集团所属煤矿生产的煤炭产品全部委托公司统一销售

根据同煤集团增资前与公司签署的《资产委托经营协议》，公司代理同煤集团参加全国煤炭订货会，统一签订煤炭订货合同，同一品种的煤炭需求，公司优先签订销售合同。

公司按照代理同煤集团签订煤炭订货合同的情况,安排同煤集团云岗沟 5 个矿及精煤公司的煤炭生产、洗选计划。同煤集团 5 个煤矿生产并经洗选的煤炭全部委托公司销售。所有运输计划均由公司办理。同一品种、同一市场的煤炭需求,优先运输公司煤炭。

2、同煤集团 2 亿吨规划提供较大的想象空间

同煤集团煤炭资源分布在山西省、内蒙古自治区二个省区,五个煤田内,包括大同煤田、宁武煤田、沁水煤田、准格尔煤田、东胜煤田。

- 同煤集团现有 38 座生产矿井,拥有煤炭资源储量 100 亿吨,生产能力 8223 万吨;
- 整合煤炭资源储量 16 亿吨,生产能力 2700 万吨;
- 在建及筹建矿井 6 座,煤炭资源储量 151 亿吨,生产能力 5600 万吨;
- 2009 年 6 月山西省政府给同煤集团配置资源储量 42 亿吨,产能 2760 万吨。

同煤集团未来规划产能达 2 亿吨(含股份公司),拥有资源储量 309 亿吨,可采储量 173 亿吨。为上市公司资产注入概念提供了较大的想象空间。

表9: 集团煤炭产能规划2亿吨

	生产能力(万吨)	2008 年资源储量(万吨)	
		资源储量	可采储量
直属矿	3174	211659	121162
股份公司	3500	508736	307210
轩岗煤电	454	65133	29456
地煤公司	429	92692	59793
朔州煤电	666	118995	69963
生产矿井小计	8223	997214	587583
资源整合矿井	2700	164453	92182
在建、筹建矿井	5600	1510148	798799
接替资源(配置资源)	2760	421869	253121
其他合计	11060	2096470	1144102
合计	19283	3093684	1731685

资料来源:公司公告,招商整理。注:股份公司的可采储量与前面的数据差距较大,主要是塔山矿的差异,塔山矿的可采储量为 26.47 亿吨,我们前面数据为 6.3 亿吨,是按照购买采矿权的可采储量统计的。

表10: 同煤集团在建及筹建矿井

单位:亿元	设计产能(万吨)	总投资额	2010 投资	2011 投资	2012 投资
同忻矿井	1000	29	7		
麻家梁矿井	1200	61	30	18	
东周窑矿井	1000	48	20	12	
马道头矿井	1000	40	1	8	10
梵王寺矿井	1000	39	10	15	13
北辛窑矿井	400	26	5	10	11
合计	5600	243	73	63	35

资料来源:公司公告,招商整理

表11: 集团与上市公司产量比

单位: 万吨	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	201006	2014E
同煤集团	5200	5358	5668	6175	6550	6891	7450	4928	19283
大同煤业	1105	1086	1018	1326	1747	2026	2579	1576	4540
同煤集团/上市公司	4.7	4.9	5.6	4.7	3.7	3.4	2.9	3.1	4.2

资料来源: 公司公告, 招商整理

3、集团注入障碍逐步解决中

随着煤炭行业盈利的逐步提升和政府财政承接能力的增强, 煤炭企业的社会负担、人员负担 (截至 08 年底, 集团在职员工 154342 人) 也在逐步剥离中, 集团逐渐具备将剩余煤炭资产注入上市公司的能力。

债转股后, 集团的股权中, 山西省国资委持有 65.17%, 中国信达资产持有 30.12% 的股权。信达资产的股权退出及利益诉求将影响资产注入的进程。我们相信煤炭集团和信达终能找到双赢的解决办法。

山西省规划十二五期间 GDP 翻番, 固定资产投资五万亿, 大量的资金需求将加快推进山西煤炭企业的整体上市步伐。

表12: 信达占同煤集团股权比例30.12%

股东名称	持股比例 (%)	出资额 (万元)
山西省国资委	65.17	1110086
中国信达资产管理公司	30.12	513116
山西煤炭运销集团有限公司	2.06	35068
山西省朔州矿业公司	1.19	20240
大同市国资委	0.89	15153
朔州市国资委	0.42	7191
忻州市国资委	0.15	2609
合计	100	1703464

资料来源: 公司公告, 招商整理

四、电煤价格上涨存在强烈预期

1、较高的合同与现货价差将推动电煤价格上涨

公司的煤种属于动力煤，受制于历史因素和下游电力价格的管制，重点合同煤价格长期低于现货价格，未来重点合同煤与现货价格接轨乃大势所趋。

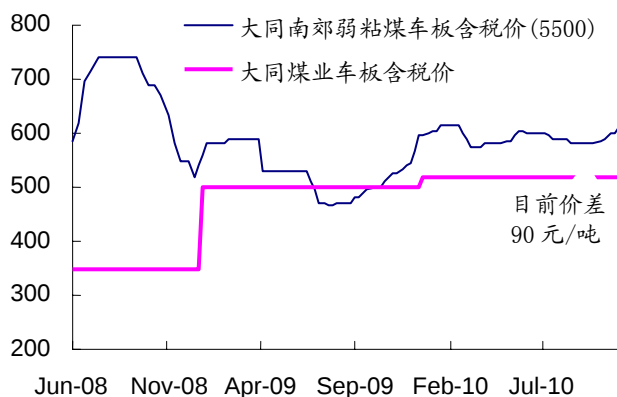
- 大同煤业车板含税价为 520 元/吨，与大同地区现货车板含税价 620 元/吨相差 90 元/吨。
- 大同煤业下水含税煤价为 595 元/吨。与秦皇岛山西优混平仓价 800 元/吨相差 205 元/吨。

尽管发改委镇压了 5-6 月份的电煤企业的涨价，但是较高的合同煤与现货煤价差，煤炭企业仍然有强烈的涨价动力。

年底的煤价谈判即将开始，煤电之争仍将继续，不过涨价是必然趋势，近期媒体报道山西煤炭企业要求电煤价格提价 40 元/吨。

我们仍然维持四季度策略报告里提出的电煤价格上涨 30-50 元/吨的判断。

图 3：大同煤业车板价与现货价差



资料来源：招商证券研发中心

图 4：大同煤业下水煤与秦皇岛现货价差



资料来源：招商证券研发中心

2、涨价业绩测算

假设含税煤价上涨 40 元/吨，扣除 17% 的增值税，各项成本费用大约 20%，所得税率 25%，则吨煤净利增加 20.5 元。

按照 2011 年权益产量 2320 万吨（2011 年公司煤炭产量 3300 万吨，权益产量 2320 万吨）计算增加公司净利润 47590 万元，增厚每股收益 0.28 元。

五、盈利预测及投资评级

1、盈利预测

我们预计，公司 10-12 年每股收益为 0.77 元、0.79 元和 0.93 元，同比增长-13%、3% 和 18%。

- 假设燕子山煤矿收购年底完成，10 年全年合并报表，预计实现净利润 1.6 亿元。增厚每股收益 0.1 元。
- 10 年业绩下滑是开采条件变化大幅度增加成本所致，假设 11 年仍面临 10 年的开采条件（有可能改善）。
- 未来业绩的增长主要是量的增长，而暂时未考虑煤价的提升带来的业绩增量。

表13: 公司盈利预测假设

	2006	2007	2008	2009	201006	2010E	2011E	2012E
总产量（万吨）	1326	1747	2026	2579	1576	3300	3360	3790
母公司产量（万吨）	996	965	1001	994	443	900	900	900
塔山产量（51%）（万吨）	330	782	1025	1585	1133	2000	2000	2000
其他产量（万吨）						400	460	890
总销量（万吨）	1171	1526	1731	2177	1152	2668	2728	3158
母公司销量（万吨）	968	965	976	1013	404	878	878	878
塔山销量（万吨）	280	642	755	1164	749	1470	1470	1470
其他销量（万吨）						320	380	810
总产销率	88%	87%	85%	84%	73%	81%	81%	83%
母公司产销率	97%	100%	98%	102%	91%	98%	98%	98%
塔山产销率	85%	82%	74%	73%	66%	74%	74%	74%
母公司价格（元/吨）	313	316	456	481	488	490	490	490
母公司成本（元/吨）	170	179	251	263	328	329	329	329
塔山价格（元/吨）	237	276	514	390	412	416	416	416
塔山成本（元/吨）	85	86	207	163	165	178	178	178
母公司贡献 EPS（元）	0.27	0.25	0.59	0.59	0.15	0.28	0.28	0.28
塔山贡献 EPS（元）	0.02	0.1	0.29	0.32	0.23	0.40	0.41	0.41

资料来源：招商整理

2、投资评级

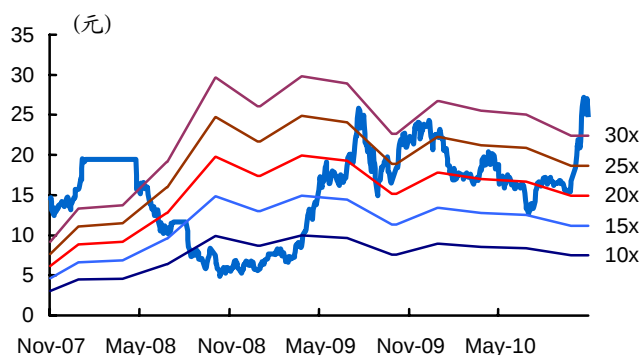
公司是 10 年中业绩唯一下滑的煤炭上市公司，目前股价下公司估值偏贵，10 年和 11 年 P/E 为 33 倍和 32 倍。远远高于行业平均的 23.5 倍和 20 倍的估值水平。但是，公司具有四大概念：地质条件最差可能向好变化预期、合同煤价上涨预期，资产注入预期、塔山煤价与母公司煤价接轨预期。未来业绩具有较好的正弹性，维持强烈推荐投资评级

风险提示：资产注入进度低于预期。宏观调控政策面临不确定性。

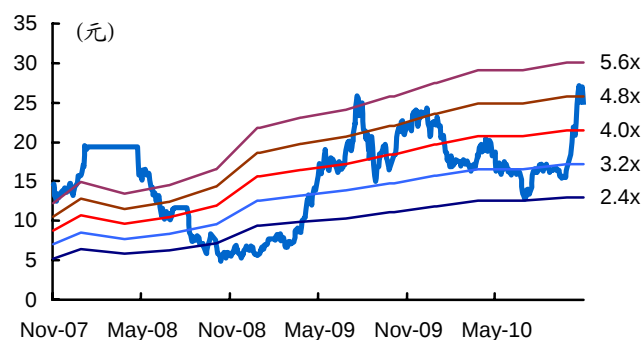
表14: 煤炭上市公司估值对比表

	股价 (元)	EPS (元)			P/E (×)			10-13 年复 合增速	PEG	每股净资 产 (元)	P/B (×)
		09A	10E	11E	09A	10E	11E				
炼焦煤类											
西山煤电	28.02	0.71	1.10	1.69	39.6	25.5	16.6	28%	0.9	4.1	6.8
盘江股份	27.67	0.89	1.33	1.45	31.1	20.8	19.1	20%	1.0	5.5	5.0
冀中能源	37.73	1.39	2.36	2.44	27.2	16.0	15.5	7%	2.4	10.0	3.8
平煤股份	24.22	0.77	1.23	1.25	31.3	19.6	19.3	1%	33.3	5.5	4.4
永泰能源	27.72	0.08	0.41	1.17	326.6	67.2	23.7	67%	1.0	2.3	11.9
平均	29.07	0.77	1.29	1.60	91.1	29.8	18.8	24%	7.7	5.5	6.4
喷吹煤类											
国阳新能	31.85	0.77	1.11	1.27	41.3	28.7	25.0	8%	3.8	3.5	9.0
潞安环能	56.91	1.83	2.65	3.10	31.1	21.5	18.4	12%	1.7	10.0	5.7
平均	44.38	1.30	1.88	2.19	36.2	25.1	21.7	10%	3	6.8	7.4
动力煤类											
中国神华	28.55	1.52	1.77	1.90	18.8	16.1	15.0	8%	2.0	9.5	3.0
国投新集	16.40	0.45	0.59	0.67	36.4	27.9	24.4	19%	1.4	3.7	4.4
恒源煤电	51.14	1.14	2.42	2.12	44.8	21.1	24.2	-4%	-6.0	9.3	5.5
中煤能源	12.70	0.50	0.64	0.79	25.4	19.7	16.1	11%	1.8	5.5	2.3
兖州煤业	30.95	0.79	1.61	1.79	39.2	19.2	17.3	7%	2.6	6.9	4.5
大同煤业	25.32	0.89	0.77	0.79	28.4	32.8	32.0	14%	2.4	5.4	4.7
山煤国际	35.79	0.82	1.15	1.66	43.6	31.2	21.5	21%	1.5	4.1	8.8
昊华能源	47.13	1.04	1.97	2.63	45.5	23.9	17.9	12%	1.9	11.6	4.1
平均	31.00	0.89	1.37	1.54	35.3	24.0	21.1	11%	1	7.0	4.7
企业转型											
神火股份	29.50	0.57	1.27	1.68	51.6	23.1	17.5	12%	1.9	4.1	7.2
兰花科创	48.49	2.22	2.27	3.15	21.8	21.4	15.4	25%	0.9	10.9	4.4
开滦股份	20.59	0.67	0.69	0.76	30.7	30.0	27.1	15%	1.9	4.5	4.6
平均	32.86	1.15	1.41	1.86	34.7	24.8	20.0	17%	1.6	6.5	5.4
总平均	32.26	0.95	1.41	1.68	34.0	23.5	20.1	13%	3.1	6.5	5.2
中值	29.5	0.8	1.3	1.7	31.3	21.5	18.4	12%	1.9	5.5	4.6

资料来源: 招商证券

图 5: 大同煤业历史 P/EBand


资料来源: 招商证券研发中心

图 6: 大同煤业历史 P/Band


资料来源: 招商证券研发中心

附：财务预测表
资产负债表

单位：百万元	2008	2009	2010E	2011E	2012E
流动资产	4942	6345	7762	8265	9591
现金	3422	5098	5952	6505	7593
交易性投资	0	0	0	0	0
应收票据	47	51	66	66	75
应收款项	267	651	677	737	815
其它应收款	218	172	316	256	308
存货	367	247	501	457	521
其他	621	126	250	243	279
非流动资产	7937	8839	9490	10435	11215
长期股权投资	23	48	40	43	42
固定资产	3985	4129	5043	6009	6918
无形资产	3352	3266	3157	3052	2950
其他	577	1396	1249	1332	1304
资产总计	12879	15184	17252	18700	20806
流动负债	2978	3586	4019	4013	4237
短期借款	398	398	100	50	50
应付账款	750	1008	1501	1498	1653
预收账款	247	641	787	840	906
其他	1583	1539	1631	1626	1628
长期负债	1520	911	872	618	436
长期借款	1021	895	695	495	295
其他	499	16	177	123	141
负债合计	4497	4497	4890	4631	4673
股本	837	837	1674	1674	1674
资本公积金	1840	3778	2941	2941	2941
留存收益	3667	3611	4644	5704	6954
少数股东权益	2038	2461	3102	3750	4564
母公司所有者权益	6344	8226	9260	10319	11569
负债及权益合计	12879	15184	17252	18700	20806

现金流量表

单位：百万元	2008	2009	2010E	2011E	2012E
经营活动现金流	4306	3875	2681	2546	2945
净利润	2010	1491	1292	1325	1562
折旧摊销	0	0	384	437	490
财务费用	0	0	92	96	73
投资收益	0	0	0	0	0
营运资金变动	0	0	94	94	(14)
其它	0	0	819	594	835
投资活动现金流	(4381)	(1491)	(1051)	(1383)	(1272)
资本支出	0	0	(1300)	(1300)	(1300)
其他投资	0	0	249	(83)	28
筹资活动现金流	284	(710)	(776)	(611)	(585)
借款变动	0	0	(424)	(250)	(200)
普通股增加	0	0	837	0	0
资本公积增加	0	0	(837)	0	0
股利分配	0	0	(258)	(265)	(312)
其他	0	0	(94)	(96)	(73)
现金净增加额	209	1675	855	553	1088

资料来源：公司报表、招商证券

利润表

单位：百万元	2008	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	8395	9495	12021	12208	13808
营业成本	3005	4623	6566	6656	7306
营业税金及附加	154	212	284	276	315
营业费用	972	1196	1350	1387	1707
管理费用	544	641	1143	1151	1229
财务费用	93	96	92	96	73
资产减值损失	2	31	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资收益	0	0	0	0	0
营业利润	3625	2695	2586	2641	3178
营业外收入	27	16	25	25	25
营业外支出	36	30	35	35	35
利润总额	3616	2681	2576	2631	3168
所得税	903	682	644	658	792
净利润	2713	2000	1932	1973	2376
少数股东损益	703	509	640	648	814
母公司所有者净利润	2010	1491	1292	1325	1562
EPS (元)	2.40	1.78	0.77	0.79	0.93

主要财务比率

	2008	2009	2010E	2011E	2012E
年成长率					
营业收入	64%	13%	27%	2%	13%
营业利润	202%	-26%	-4%	2%	20%
净利润	171%	-26%	-13%	3%	18%
获利能力					
毛利率	64.2%	51.3%	45.4%	45.5%	47.1%
净利率	23.9%	15.7%	10.7%	10.8%	11.3%
ROE	31.7%	18.1%	13.9%	12.8%	13.5%
ROIC	28.1%	17.2%	15.0%	13.9%	14.6%
偿债能力					
资产负债率	34.9%	29.6%	28.3%	24.8%	22.5%
净负债比率	11.9%	9.3%	5.8%	4.0%	2.6%
流动比率	1.7	1.8	1.9	2.1	2.3
速动比率	1.5	1.7	1.8	1.9	2.1
营运能力					
资产周转率	0.7	0.6	0.7	0.7	0.7
存货周转率	24.7	30.9	32.1	25.5	28.2
应收帐款周转率	45.8	20.7	18.1	17.3	17.8
应付帐款周转率	1.1	1.3	1.3	1.1	1.2
每股资料(元)					
每股收益	2.40	1.78	0.77	0.79	0.93
每股经营现金	5.15	4.63	1.60	1.52	1.76
每股净资产	7.58	9.83	5.53	6.16	6.91
每股股利	0.40	1.40	0.15	0.16	0.19
估值比率					
PE	10.5	14.2	32.8	32.0	27.1
PB	3.3	2.6	4.6	4.1	3.7
EV/EBITDA	5.1	6.4	6.7	6.5	5.5

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

卢平：毕业于中国人民大学，经济学博士。具有证券业专业水平二级证书和期货从业资格，五年会计从业经历，六年证券从业经验。荣获英国《金融时报》与starMine“2007 年度最佳分析师”亚洲区能源行业第二名，2007 年度和 2009 年度《新财富》煤炭开采行业最佳分析师第二名，2008 年度《新财富》煤炭开采行业最佳分析师第一名。

王培培：毕业于中国人民大学，金融学硕士。具有证券从业资格和期货从业资格。2007 年 7 月加入招商证券。

投资评级定义

公司短期评级

以报告日起 6 个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

强烈推荐：公司股价涨幅超基准指数 20%以上

审慎推荐：公司股价涨幅超基准指数 5-20%之间

中性：公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

回避：公司股价表现弱于基准指数 5%以上

公司长期评级

A：公司长期竞争力高于行业平均水平

B：公司长期竞争力与行业平均水平一致

C：公司长期竞争力低于行业平均水平

行业投资评级

以报告日起 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数

中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

免责条款

本报告中的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或征价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告仅向特定客户传送，版权归招商证券所有。未经我公司书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载。